

コマーシャル・モーゲージ/日本
サービサーレポート

キャピタル・サーヴィシング
債権回収株式会社

格付

スペシャルサービサー...CSS1-(JPN)*
*日本のサービサーについての格付であることを示す

アナリスト

東京
神谷 久春
03-3288-2701
hisaharu.kamiya@fitchratings.com

上野 光宏
03-3288-2605
mitsuhiro.ueno@fitchratings.com

ニューヨーク

ダイアン・ペンドレー
1-212-908-0777
diane.pendley@fitchratings.com

照会先

キャピタル・サーヴィシング
アンドリュー・ヒューズ
03-6439-7600

■ 概要

フィッチ・レーティングス（「フィッチ」）は、キャピタル・サーヴィシング債権回収株式会社（「CSC」）のコマーシャルモーゲージ・スペシャルサービサー格付を「CSS2+(JPN)」から「CSS1-(JPN）」（CSS1 マイナス（JPN））に引き上げた。今回の引き上げは、高度に統合され、用途の広い当社のサービシングシステム、包括的でよく整備されたリスク管理体制、更に経験豊富で安定したアセットマネージャー、堅実な回収実績などを反映したものである。

CSC は、1999 年 9 月に法務省よりサービサーの許可を得て、同年 12 月から不動産担保付債権を中心に営業を開始した。以来、2007 年 7 月末までの累計取扱高は、約 6,200 件、3 兆 6,400 億円（残元本ベース）に達している。また当社は、CMBS、RMBS のプライマリーサービサーとしても近年多くの証券化案件の管理回収業務を行なっている。

CSC には 2007 年 6 月現在、日本で 126 名（前回格付更新時以降 12 名増）を雇用するキャピタル・サービス・グループ（「CSG」）の中で、53 名のスタッフが所属している。

また、2007 年 3 月グループ持株会社のキャピタル・サービス・ホールディング・コーポレーション（「CSHC」）の株主は、トライモント・ホールディングス・インク（「トライモント」）が保有する株式（90%）をワンチョーメ LLC（「ワンチョーメ」、10% 保有）に売却した結果、ワンチョーメが CSHC の単独株主になった。

■ 格付上の検討事項要旨：

強み

- 高度に統合され、用途の広い IT システム（SCORE）
- 包括的且つ整備されたリスク管理体制
- 経験豊富で安定したアセットマネージャー
- よく設計、管理された研修プログラム
- 堅実な回収実績

課題

- 部門長の離職率が比較的高いこと
- 非常に競争の激しい市場において十分な業務量と資産の多様化を維持すること

課題を緩和する材料

- 安定した経営陣および業界経験豊富なマネージャーを採用していること
- 日本で広範なビジネス・ネットワークを有するリーマン・ブラザーズとの長年にわたるパートナーシップ

■ 会社概要

CSCは1999年9月に、国内で23番目となるサービサーとしての営業許可を法務省より取得し、同年12月から業務を開始した。CSCはアジア・中東地域で不動産、サービシング業務を展開するCSHCの最大子会社である。CSHCは2007年3月、ワンチョームがトライモント（傘下のサービサーは、フィッチのサービサー格付「CSS2」および「CPS2」を取得している。）が保有する90%の株式を買取り、ワンチョームの単独子会社になった。

2003年8月、CSGは日本における営業をCSC、キャピタル・リアルティ株式会社（「CRI」）およびグローバル・コマーシャル・リアル・エステート・ジャパン株式会社（「GCRE」）の3社に再編した。CRIは不動産の管理を担当し、GCREはデューディリジェンス、IT、アンダーライティングならびにグループ全体の管理部門を担当する。

CSCは、リーマン・ブラザーズとの強い顧客関係を保持するサービサーである。CSCの主たる業務はリーマン・ブラザーズの投資する不良債権および正常債権のサービシングで、現在収入の75%がリーマン関連業務によるものだが、同社としては、今後顧客の多様化も図っている。

前回格付更新時以降、CSGは新規事業戦略、特にRMBSプライマリーサービシング、および、内部統制機能を強化するために引続き内部組織の向上を計っている。前回以降CSGは以下の新しい部門を新設している。

- ー内部監査部
- ー法務部
- ーセールス&マーケティング部

■ 財務内容

CSCの業績は順調に推移している。2006年度は管理資産の増加により、サービシング手数料収入と管理手数料収入からなる総収入と、当期純利益は前年比大幅に増加した。CSCは高い収益力と強い財務体質を有しており、サービシング業務を履行するのに十分な資金力を有するとフィッチは考えている。また、CSCは2005年9月より続いていた変動持分会社としてのリーマン・ブラザーズとの財務情報連結を2007年5月末で解除した。

取扱債権の状況（不良債権のみ）

（創業から2007年7月までの累計）

取扱債権額*	債務者数*
(百万円、残元本ベース)	(件)
3,645,047	6,286

回収金額（百万円）

創業から 2007年7月までの累計	2006年度 1年間の累計
251,074	40,931

回収手法

（金額ベース構成比%、左：創業から2007年7月末までの累計、右：2007年1月～7月の実績）

任意売却	38.3	12.6
競売	14.6	5.2
DPO	12.7	19.9
債権譲渡	20.9	39.6
自己競落	2.1	1.3
その他	11.4	21.4

* "High Yield assets"を含まず。

出典：キャピタル・サーヴィシング債権回収株式会社

■ 役職員と研修

CSG(日本)の従業員数は2007年6月時点で126名、前回格付以降12名の増員である。

CSC 従業員数	53(38)
ーマネージメント	2(2)
ーアセットマネージメント (スペシャルサービシング)部	21(15)
ーローンアドミニストレーション部	30(21)
GCRE 従業員数	64(63)
ーIT部	17(19)
ーファイナンス部	12(12)
ー総務部	9(8)
ーインベスターレポーティング部	8(7)
ーその他	18(17)
CRI 従業員数	9(13)

CSCの前回以降の人員増加はRMBSを中心としたプライマリーサービシングと、2007年2月大阪営業所開設に伴うアセットマネージャーの採用による。

CSCの経営陣は、平均25年の関連業界での経験を有し、CSCのグループ企業での平均勤続年数は5年超である。新設を含めCSGの部門長11名のうち、前回以降3名が入れ替わっているが、それらは、内部昇格や、経験豊富なメンバーで補充されている。フィッチは今後共部門長

の定着、業務実績に注目していく。一方アセットマネージャーの関連業界での平均勤続年数 25 年、スペシャルサービシング歴 12 年と非常に経験豊富で、過去 3 年退職者もない。

CSG は良く設計、管理された研修プログラムを提供している。従業員は年間 40 時間(補助職は 20 時間)の自主研修計画策定が求められる。各部門長は、部下の業務知識、スキル向上に向けた計画作りをサポートし、その達成支援を行なう。人事部が提供する社内外の研修プログラムは、業務知識のアップデート、専門分野に特化した研修に加え、SCORE (IT システム)、語学、コンプライアンスなど、多岐にわたる。従業員は各自の計画に沿いこれらから選択し、受講する。この結果、2006 年はほぼ全部門で目標が達成された。平均研修時間は 2005 年 40.8 時間、2006 年は 40.1 時間と定着が窺える。CSG は市場動向と規制の変化を捉え常に最新情報を把握することが必要との認識から、アセットマネージャーの研修には年間で社内平均以上の時間をかけている。

また、CSG では日米の大学に対し夏季インターン制度を継続しており、参加者が CSG に入社し要職に昇進する例もある。また社内異動公募制度の提供が従業員の定着化に寄与している。

CSG では近年、ローンアドミニストレーション、情報システム、内部管理分野の従業員数が大幅に増えた。その結果従業員の平均在社期間は比較的短くなっており、新入社員の組織への順応をフィッチは注視していく。安定した経営陣および総合的な研修プログラムは、新入社員が効率よく組織に適應することを促進すると考えられる。

■ 内部管理

前回見直し時以降、CSG では内部監査ダイレクター、リーガル・マネージャーの採用、コンプライアンスの増員等、内部管理部門機能を一層強化している。CSG は全社レベルで効果的な内部管理体制を確立し維持するため、2005 年 9 月にリスク管理委員会を設立した。委員会は毎月開かれ、責任ある企業運営と強い企業統治の促進を目的として業務のリスク評定について議論がされる。委員会は 12 名の経営陣・部門長等で構成され、メンバーにはコンプライアンス、内部監査、オペレーションズ、アセットマネジメント、その他の部門長が含まれている。

リスク管理委員会は COSO モデルに基づいて、2005 年から 2006 年にかけて全ての業務運営上のリスクを抽出し、コントロールマトリックスを作成、そのリスク評価、優先度に基づき、順次対策、改善策を打ち出した。基本的にこのフレームの上に、CSG では 2006 年夏から、内部規定マニュアル (P&P) の見直し、改訂を行った。これは基本的な部分の追加、手続きを見直し、プライマリーサービシング業務の増加、新任のローンアドミニストレーション部門長による見直しなどを反映したもので、アセットマネジメント、ローンアドミニストレーション、財務、IT、人事、コンプライアンスなどの分野の見直しがなされた。

CSG は、マニュアル等を 1 年毎または必要に応じて見直すことが社内規定で決められている。また、コンプライアンス部門長が法・規制の変更時には従業員に研修、指導を行う。マニュアルはオンラインベースで全従業員が利用できる。フィッチは、適宜更新される CSG の内部規定類を包括的で適切であると考えている。

フィッチは、様々な規制及び市場の変更に対応するため CSG がリスク管理体制の強化を継続して行ない、業界の中でも最も包括的な体制を構築したサービサーの 1 社であると評価している。

内部監査

内部監査ダイレクターの採用により、内部監査は CSHC グループ全体を対象とし、四半期毎にリスク管理委員会のリスクアセスメントの結果に沿って実施される。監査の対象は、社内内部管理体制、対顧客、社内手続き、不正行為への対策である。監査時の指摘事項は速やかに是正することが、遅くとも次回監査時まで求められる。

フィッチは CSG の内部監査が良く組み立てられたグループリスク管理体制に基づいて効果的に行なわれていることを評価すると共に、グループ全体をカバーしていく体制面の拡充を進展させることを望んでいる。

外部監査

- (1) 2006 年 11 月、リーマン・ブラザーズと大手監査法人による監査で、指摘事項はなかった。前回格付以降、他に外部監査は実施されていない。
- (2) 会計監査

国内大手監査法人の1社がCSCの年次会計監査を行っている。2006年度の監査では、不備は指摘されなかった。

(3) 法務省検査

2007年1月に第3回目の法務省立ち入り検査が実施された。3点の指摘を受けたが、それらについては対処している。

■ 情報システム

2003年からCSCが使用している自社開発の債権管理システム、サービシング・カンパニー・オペレーティング・アンド・レポーティング・エンジン(SCORE)は高度に統合され、用途の広い、業界内でも最も優れたITシステムの一つであるとフィッチは認識している。

SCOREはCSCが管理する債権に関する債務者、保証人、担保物件情報を管理するだけでなく、債務者との交渉履歴、訴訟の進捗なども管理することが出来る。また法務省及び投資家宛の報告書の作成、ウォッチリストを利用した期日管理が必要な債権の管理なども可能である。またSCOREは監督官庁、投資家、経営陣が必要とするあらゆる要望を満たせるよう、柔軟にデータを抽出できるよう設計されている。

更に増加する正常債権の取扱いに呼応して、2005年には、2003年に開発が完了し稼働済の不良債権管理システムに、正常債権管理機能が追加された。更にこのシステムは日本のみならず、CSGの各会社や世界中で利用できるよう、多通貨、多言語対応となっている。

SCORE機能の特長は、マスター、プライマリ、スペシャル、全てのサービシングを一度の入力でインターネットを通じて1つのシステムに統合して管理できることである。前回以降、レポーティング機能強化のソフトウェアの導入、スペシャルサービシング関係では、残高調整、調査及び管理レポート、監視項目リストが機能追加された。SCOREはIT業界では最先端の技術と評価されている。CSCはこの洗練されたシステムを駆使して投資家へのサービスを大幅に向上させると共に、2007年より外部へのライセンス供与も開始しており、今後共このライセンスビジネスも拡大させていく方針である。

SCOREの安全性は、情報あるいはシステムの領域へのアクセスを制限することで守られている。個々のユーザーのアクセスレベルは経営陣が決定する。CSGのシステムの安全性に関する

規定は、SOX法の規則を満たすように策定されている。

各サーバーの使用率は40~60%で、システム容量は現在十分確保されている。前回格付時と同様、各サーバーは毎日バックアップをテープにとり、社内のデータセンターに保管され、東京近郊にある保管スペースに週2回運ばれる。更にデータは毎日複製され、安全性をより確実にするため大阪の災害復旧センターに送られている。

CSCの大阪オフィスは、不測事態の場合に代替オフィスとして使用される。同オフィスには企業内ネットワークでつながった30台のパソコンとIP電話が完備されており、CSCの東京オフィスおよび大阪のデータセンターと仮想プライベートネットワーク(VPN)を通じてつながっている。CSCでは大阪オフィス移転後、新オフィスで2007年11月に計画に沿った災害復旧訓練を完了した。

システムのメンテナンスはGCREのIT部門が担当している。IT部門には30年超の業務経験を有する部門長と平均業務経験10年の17名のスタッフが所属する。このうち、5名がアプリケーション開発に従事し、外部の開発メーカーと緊密に仕事をしている。またCSCは、外部のシステム会社ともメンテナンス契約を締結している。

GCREのIT部門のスタッフは経験豊かで、効果的な災害復旧計画も備えられている。また、SCOREは投資家に信頼性の極めて高いサービスを提供するように設計されており、CSCの業務効率も一層向上したとフィッチは判断している。

■ スペシャルサービシング

ローンアドミニストレーション

新規債権の受入れ、入金管理、レポーティングの手法について前回以降変更はなく、CSCではSCOREのサポートにより効率的な業務が行われているとフィッチは考えている。

CSCのローン債権の受け入れプロセスは自動化され、手順は債権管理プロセスマニュアルに明確に説明されている。新規債権に関する全ての必要データを委託者から受け取る際、データは標準テンプレートを用いて再フォーマット化され、SCOREにアップロードされる。

債務者の返済に関する情報は口座のある銀行から日々得られる。入金明細が財務部より一日に数回印刷され、アセットマネージャー等に渡される。入金翌日、財務部が SCORE に入金情報をアップロードし、担当アセットマネージャーが SCORE 内で返済額の回収充当を行う。

SCORE のアップグレードにより、投資家向け報告を含む証券化案件への対応能力が大幅に向上し、自動的にキャッシュフロー配分計算、証券契約書の規定遵守のモニタリング、さらに、個別対応のインベスターレポートが作成可能で、投資家はリアルタイムベースで投資案件の業績データにアクセスも可能である。

担保物件の管理は、案件受託時 50 百万円以上の物件については、アセットマネージャーが物件の実査レポートを作成しビジネスプランに添付する。また大型物件については年次で見直している。

スペシャルサービシング

CSC は創業から 2007 年 7 月までに、債務者数で 6,286 先、残元本ベースで累計 3 兆 6,450 億円の不良債権を取扱い、一方で 2,510 億円を回収した。残元本ベースの不良債権の件数、残高はここ数年債権の 2 次売却による増減はあるが、年間回収額は安定して増加している。

全ての取扱債権は、信託証券、リーマン・ブラザーズ、または他の投資家から CSC に委託されたものである。2002 年以前は、取扱債権のほぼ全てが不動産担保付の不良債権であった。だが最近では、正常債権が次第に増加しており、2006 年末時点では、不動産担保付不良債権が債権全体に占める割合は約 18%となった。(CSC のプライマリーローンサービシングに関する実績は、スペシャルサービシングに関する本格付レポートの対象外である。)

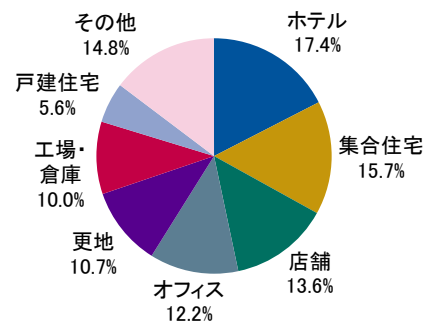
CSC は創業以来極めて効率的なスペシャルサービシング業務を行っており、委託者が設定した不良債権の回収目標額を常に達成している。フィッチは CSC の回収実績は競合他社対比同等又はそれ以上と判断している。これは非常に経験豊富なアセットマネージャー（ワークアウト経験平均 12 年）、出口先の広範なネットワーク、精緻に策定されたビジネスプランが好実績を導いている。

担保物件の種類別構成は前回の格付見直し時点から大きな変化はない。全体に占める店舗の比

率が減少し(2006 年 20.4%)、工場・倉庫(同 5.9%)、更地(同 6.7%)が増加している。

一方、回収を終了した案件の回収手法については(2 ページご参照)、最近では、任意売却・競売が減少、債権譲渡の割合が高くなっている。これは最近の商業用不動産価格の上昇もあり、キャッシュフローによる回収、物件処分後、最終債権譲渡で完了する案件が増加していることによる。CSC は、従来から任意売却による回収を交渉の中心とする方針に変更はないとしている。

担保物件の種類 (2007年7月現在)



出典: キャピタル・サーヴィシング債権回収株式会社

また、所謂サブ・パフォーミングローンの量は、明らかに増加している。2007 年 7 月時点残元本ベース残高は約 25 %であるが、2006 年の不良債権投資額の約 90%がサブ・パフォーミングローンに分類された。

CSC では、引続き回収目標額に応じて、2 種類のビジネスプラン管理を行っている。

回収目標額 1 億円以上の債権

受託後 120 日以内に個別債権のビジネスプランを作成し、1 年毎または必要時に見直し

回収目標額 1,000 万円未満の債権

受託後 120 日以内にプール毎にビジネスプランを作成し、1 年毎または必要時に見直し

2007 年 7 月時点で、アセットマネージャーの取扱債権件数は平均 95 件で前回より 30 件増加している。短期間で回収されないサブ・パフォーミングローンの増加もあるが、CSC では、回収が一定以上進んだ案件については、専門チームに移管して管理、効率化を図っていること、システムによるサポートも十分であり、結果としてアセットマネージャーの仕事量は処理可能な範囲内であるとフィッチはみている。

CSC は自己競落による回収を損失軽減の手段となる場合のみ使用している。自己競落による回収額が回収額全体に占める割合は、2006 年は 2.9% であり、2007 年 7 月現在自己競落物件はない。

CSC は今後共証券化に積極的に取組んで行く予定である。同社は日本の不動産証券化市場の上

位に位置し、2002 年 11 月以降、23 件の CMBS、RMBS 証券化案件（うち 5 件は整理回収機構と共同）に参画し、スペシャルサービサー、プライマリーサービサーまたはマスターサービサーとして管理回収を行っている。フィッチは CSC の証券化に関する広範な経験を評価している。

著作権©2008 年フィッチ・インク、フィッチ・レーティングス・リミテッド及びその子会社（One State Street Plaza, NY, NY10004）。
Telephone: Tokyo 81-3-3288-2628, New York 1-800-753-4824/1-212-908-0500, London 44-171-417-4222, Fax: Tokyo 81-3-3288-2627, New York 1-212-480-4435, London 44-171-417-4242.

本資料の一部又は全部を、フィッチの同意を得ることなしに複製又は頒布することは許されません。本資料に記載された情報及び見解は発行者、その他債務者、引受会社又は当社が信頼できると信ずる情報源より入手したものです。当社はその真実性もしくは正確性を監査または検証しておりません。そのため、本資料に記載された情報は、いかなる表明もしくは保証なしに「あるがまま」に提供されるものです。フィッチの格付は証券の信用力に関する当社の意見であり、特別に表記されない限り、信用リスク以外の要因によって生じる損失のリスクを含蓄するものではありません。また、当社はいかなる証券の販売又はその勧誘を行いません。当社の資料は、発行者及びその代理人が投資家に対する証券の販売を目的として収集、検証、提供した情報を代替するものではなく、また目論見書でもありません。本資料に記載された格付は、今後何らの通知なく変更、停止又は取り下げられることがあります。フィッチはいかなる場合も投資助言を行いません。本資料に記載された格付は、証券の購入、売却又は保有の推奨ではありません。本資料は、市場価格の妥当性、特定の投資家への適合性又は証券に関する課税上の取り扱いに言及するものではありません。当社は証券の格付に関し、発行者、保険者、保証者、その他債務者又は引受会社から格付手数料を受領しています。手数料は、一件の発行案件に対して 1 千米ドルから 75 万米ドル（米国以外の通貨に関しては、当該国通貨に換算した額）の範囲内であることが一般的です。また、当社は年間一括手数料を受領し、特定の発行者による発行案件や、特定の保険者又は保証者による保険、保証対象となる発行案件の全部もしくは一部について格付することもあります。その場合の手数料の金額は 1 万米ドルから 150 万米ドル（米国以外の通貨に関しては、当該国通貨に換算した額）の範囲内となることが予想されます。米国証券法、2000 年英国金融サービス市場法その他の法域における証券法に基づいて作成される書面において、格付の付与、公表又は情報の提供を行った当社が専門家として、当社の名前を使用されることに関して同意するものではありません。当社の資料は、印刷物を購読する場合より 3 日早く電子媒体上でご覧いただけます。